



# المزيد من أوروبا، وليس أقل

والنمو» هي مراقبة المؤسسات الأوروبية لميزانيات البلدان عن كثب عن طريق إجراء عمليات تقييم سنوية، وإرساء انضباط مالي كافٍ يترك مجالاً للتعامل مع الصدمات القُطرية. ومن شأن تنسيق إصلاحات الأسواق الوطنية للمنتجات والعمل (على سبيل المثال، فتح سوق الكهرباء أو تشجيع المشاركة في سوق العمل) أن يكفل توافق الاقتصادات حتى يصبح رد فعلها أكثر تماثلاً إزاء الصدمات المشتركة.

إلا أنه مع إقامة الاتحاد الاقتصادي والنقدي، تعرضت بلدان جنوب منطقة اليورو وأيرلندا (التي يشار إليها بشكل غير دقيق على أنها البلدان الهامشية) لصدمة محددة جداً؛ فقد شهدت انخفاضاً حاداً في تكلفة الاقتراض بعد سنوات كثيرة سجلت فيها أسعار فائدة معدلات أعلى بكثير من نظرائها في الشمال. وقد سمح هذا الأمر للشركات بتمويل استثماراتها المنتجة بتكلفة أقل وبالتوسع - وهو تطور محل ترحيب على وجه اليقين، غير أنه أدى أيضاً إلى شيوع الاعتقاد بأن النمو القوي سيكون دائماً. وافترضت الأسر أنها تستطيع تحمل تكاليف مستوى أعلى كثيراً من المعيشة، مما أدى إلى ظهور نوبات من الشراء اعتماداً على الاقتراض ونشأة فقاعات عقارية. واعتبرت الحكومات - وكذلك دائنوها - أن الإيرادات التي يولدها النمو المفاجئ

يتعلق الأمر بالديون السيادية تبدو عندما منطقة اليورو مختلفة. فعلى الرغم من أن مستوى الدين لديها يتوافق مع مستواه في اقتصادات متقدمة أخرى، فقد غرقت المنطقة في أزمة ديون سيادية (راجع الشكل ١). والحقيقة أن منطقة اليورو ليست أمة واحدة ومعاهدتها تمنع الدول الأعضاء من تقاسم الالتزامات فيما بينها. ولكن لماذا يُتوقع أن يعني هذا أن متاعب عضو ما هي متاعب للجميع ويقلق المستثمرون بشأن مستقبل الاتحاد الاقتصادي والنقدي؟

فإذا استرجعنا أسباب أزمة الديون في أوروبا، نخلص إلى أن عدم اكتمال الاندماج الاقتصادي والمالي وعلى صعيد المالية العامة هو جزء من الإجابة. فلكي يعمل الاتحاد الاقتصادي والمالي بفاعلية، فإنه يقتضي توافر أحد أشكال تقاسم المخاطر المالية، ورقابة أكثر إحكاماً على السياسات الوطنية، ومنهجا متكاملاً لعموم أوروبا تجاه نظامها المالي. ويتحقق تقدم في كل هذه الجبهات، ولكن يظل التنفيذ السريع مطلباً بالغ الأهمية.

## مؤامرة العوامل

تأسس الاتحاد الاقتصادي والنقدي على افتراض أن مزايا وجود عملة موحدة ستفوق تكاليف التخلي عن العملات الوطنية. وكانت الخطة المتوخاة في «معاهدة الاستقرار

تواصل منطقة اليورو  
التعلم من أزمة  
مديونيتها التي تحتاج  
إلى منهج أكثر مركزية  
فيما يتصل بسياسات  
المالية العامة والقطاع  
المالي

سيلين آلارد  
Céline Allard

## الهبوط العنيف

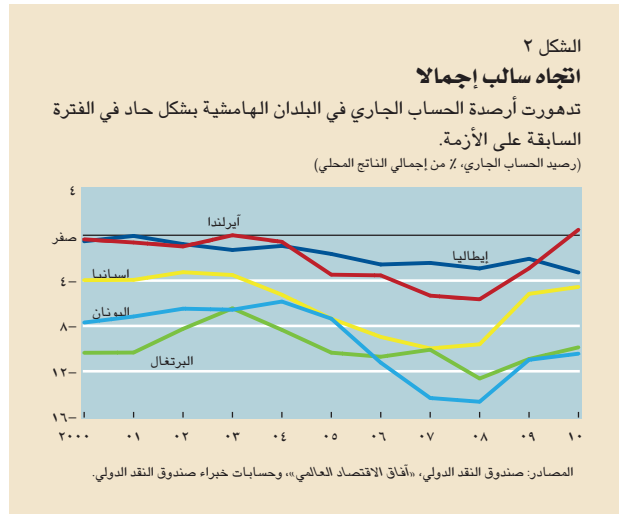
قبل أن تظهر منطقة اليورو إلى الوجود، كانت مشكلات الدين السيادي مشكلات خارجية في الأساس. وكان يمكن في العادة الحفاظ على القيمة الاسمية للدين المحلي، رغم أن ذلك كان يتم في كثير من الأحيان على حساب نوبة من التضخم. ولكن مع إنشاء منطقة اليورو، اختفت هذه الآلية. وكان يتعذر التمييز بين الدين المحلي والخارجي للبلدان الأعضاء ولم يكن هناك أي بنك مركزي (محلي) يتخلص من المشكلات عن طريق التضخم.

إلا أن العكس صحيح أيضا. ففي منطقة اليورو، احتفظت البلدان بالسيطرة على السياسة المالية ولم تكن هناك خزانة مشتركة لمنطقة اليورو تساعد عمليات البنك المركزي الأوروبي. وكان مؤسسو منطقة اليورو مدركين تماما الحاجة للحفاظ على الانضباط المالي واعتمدوا على توليفة من الأدوات الإدارية (معاهدة الاستقرار والنمو) وانضباط السوق. ولكن كلتا الآليتين تأكلتا: فالمعاهدة ضعفت فاعليتها بينما كانت الأسواق غافلة تماما، وسارت الخطة بشكل جيد في أوقات اليسر، ولكنها انهارت عندما نشبت الأزمة العالمية.

ومهد سقوط بنك الاستثمار الأمريكي ليمان برانرز في أكتوبر ٢٠٠٨ لانقلاب حاد في مصير منطقة اليورو. فقد توقفت فجأة عمليات أسواق التمويل بالجملة، مما زاد من صعوبة استمرار بنوك البلدان الهامشية في تمويل النمو الذي يحركه الائتمان.

وبمجرد أن جفت منابع الائتمان، ظهرت في المقدمة مشكلات جذرية في القدرة التنافسية ومعوقات هيكلية للنمو، خاصة في اليونان والبرتغال. ونضبت إيرادات المالية العامة مما كشف عن ضعف في الموارد العامة الأساسية. وبدأ المستثمرون في القطاع الخاص يفحصون الميزانيات العمومية المتدهورة، واحتاجت البنوك المتعثرة إلى دعم مالي بشكل متزايد، خاصة في أيرلندا.

ونتيجة لذلك، تحولت مشكلة الديون الخاصة إلى أزمة ديون سيادية. ومع استمرار البنوك في تمويل ديونها السيادية الوطنية بشكل كبير، حجت المخاوف بشأن الملاءة المالية الثقة في قطاع البنوك الهامشية، مما أطلق حركة حلقة من الآثار المرتدة الخبيثة لا تزال مستمرة حتى الآن. وأدت تكاليف الائتمان الباهظة إلى منع الكيانات السيادية والبنوك من الحصول على التمويل الخاص في اليونان وأيرلندا والبرتغال. وفي فترة أحدث، طالت الأزمة إيطاليا وإسبانيا اللتين شهدتا تكاليف دينهما السيادي ترتفع في صيف ٢٠١١ (راجع الشكل ٣).

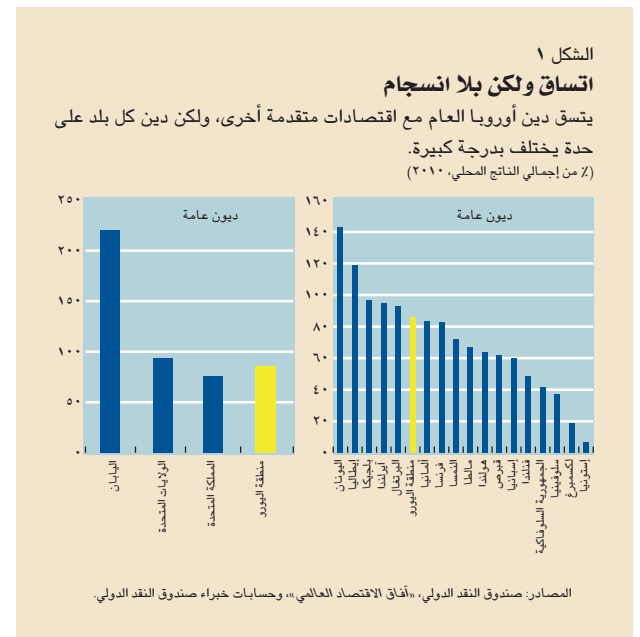


أمر مفروغ منه، ولم تدخر وفورات خدمة الدين التي تحققت من انخفاض أسعار الفائدة.

وفي هذه الأثناء، ازدهر التكامل المالي داخل منطقة اليورو لأن العملة الموحدة ألغت تكاليف المعاملات عبر الحدود- وتلك منفعة أخرى ترتبت على الاتحاد الاقتصادي والنقدي. ولكن التدفقات الوافدة إلى البلدان الهامشية جاءت في الأغلب في شكل ديون إلى البنوك، مما جعلها أكثر اعتمادا على التمويل من الأسواق (ما يسمى تمويلًا بالجملة) بدلا من الاعتماد على الودائع المصرفية في تمويل الائتمان المحلي. وعلى النقيض من ذلك، كانت تدفقات أسهم رأس المال صغيرة، مثل تلك الناتجة عن عمليات الاندماج والاستحواذ عبر الحدود، ويتم فيها تقاسم المخاطر، ومن ثم مراقبتها بشكل أفضل من جانب المستثمرين.

وشعرت جهات الرقابة المالية الوطنية بنفس هذا التفاؤل، وتهاونت مع ارتفاع مخاطر الائتمان وسمحت للأجهزة المصرفية بالنمو بشكل غير متناسب مع حجم الاقتصاد. ونتيجة لذلك، ارتفع خطر ترايد عبء القطاع المصرفي ليصبح أكبر من قدرة الحكومات على تحمله في وجود أزمة مالية. وفي ظل غياب هيئة رقابية على مستوى أوروبا كلها، كان هناك إغفال للمخاطر ذات الصلة بالترابط المتنامي بين الأنظمة المالية الوطنية من خلال القروض الضخمة المقدمة للبنوك عبر الحدود.

وقد أدى التمويل البيئي المتاح بسهولة داخل منطقة اليورو إلى عدم الالتفات بسهولة للاتجاهات المتباعدة في القدرة التنافسية. فبينما كانت ألمانيا وجيرانها من بلدان منطقة اليورو تعيد تجهيز أدوات نموذجها للإنتاج من خلال دمج أوروبا الشرقية في سلاسل عرضها بغرض التنافس مع قاطرات نمو الصناعة التحويلية الأقل تكلفة في آسيا، فإن البلدان الهامشية بدت غافلة عن ارتفاع التكاليف، حيث أدت فورة النشاط الاقتصادي إلى زيادة كبيرة في الأجور. ولفترة طويلة، تجاهل صناع السياسة والمستثمرون الأجانب من القطاع الخاص أن التدهور الحاد في المركز الخارجي للبلدان الهامشية كان يمول في الأغلب إنفاقا غير منتج (على سبيل المثال الاستثمار في العقارات)، حتى تبينت صعوبة سداد الدين المتراكم (راجع الشكل ٢).



ولم تقف العدوى عند حدود البلدان الهامشية. فقد تعرضت البنوك في بلدان منطقة اليورو الرئيسية التي كانت قد مولت الازدهار في الهامش للفحص الدقيق هي أيضا. وأدى عدم اليقين المتنامي بشأن تعرض البنوك للمخاطر وجودة الأصول إلى تأخير استعادة الثقة التي كانت ضرورية للتعافي في منطقة اليورو ككل.

### لا يزال البحث جاريا عن حل

وقعت البلدان التي كانت قد تراكت لديها اختلالات كبيرة سواء مالية أو خارجية، تحت ضغوط مكثفة من الأسواق. ونتيجة لذلك، بدأت على الفور في تنفيذ تدابير تصحيحية كبيرة تتراوح بين تخفيض الإنفاق العام وزيادة الضرائب واتخاذ إجراءات لتحسين أداء اقتصادها. ولكن عدم وجود مؤسسات مناسبة لإدارة الأزمة على نطاق منطقة اليورو أخر اتخاذ قرارات على المستوى الإقليمي. وفي مايو ٢٠١٠، عندما أصبح واضحا أن اليونان تحتاج إلى دعم مالي خارجي، كان على القادة الأوروبيين اللجوء إلى القروض الثنائية. ثم قاموا بعد ذلك بإنشاء «التسهيل الأوروبي للاستقرار المالي» لتوفير الدعم للدول الأعضاء في منطقة اليورو التي تواجه صعوبات مالية، والذي لجأت إليه أيرلندا في ديسمبر ٢٠١٠ والبرتغال في مايو ٢٠١١.

ولكن نظرا لأنه من الصعب سياسيا استخدام أموال دافعي الضرائب من بعض البلدان لتسديد ما ترتب على الإسراف السابق لبلدان أخرى - والواقع أن معاهدة ماستريخت كُتبت بروح تجنب التحويلات المالية عبر بلدان منطقة اليورو - لم يتم التوصل إلى قرارات فيما يخص التسهيل الأوروبي للاستقرار المالي بسهولة. ومع استمرار اضطرابات الأسواق، تمت مضاعفة الطاقة الإقراضية من التسهيل إلى ٤٤٠ مليار يورو تقريبا في ربيع ٢٠١١؛ وعندما هددت الاضطرابات إسبانيا وإيطاليا، ارتفع تفويضه بشكل كبير في صيف ٢٠١١ ليسمح بالإقراض الوقائي وبمزيد من المرونة.

ولكن الأسواق لا تزال حذرة. فقد استمرت هيئات تقدير المراتب الائتمانية في تخفيض التصنيف الائتماني، وحتى منتصف أغسطس ٢٠١١ لم تتحول الثقة

في الأسواق إلى الأفضل. ولا تزال القدرة على الاستمرار في تحمل الديون مدعاة تحذير، ويلوح التصحيح الشاق وطويل الأجل في الأفق. وقد ثبت أن تحقيق النمو - وهو مكون أساسي لاستمرار أوضاع المالية العامة - أبعد مما هو متوقع في البلدان التي تلقت أشد ضربات الأزمة. ومن ثم، تشعر الأسواق بالقلق من أن يبدأ الإحساس بالإرهاق من الإصلاح قبل إتمام عملية التصحيح، فيرفع بدوره تكلفة التمويل وهو ما قد يهدد القدرة على الاستمرار في تحمل الديون.

### دروس مبكرة

جلب الاندماج الاقتصادي والمالي منافع لمنطقة اليورو تفوق بكثير التكلفة المترتبة عليه. ولكن كان من الواضح أن المؤسسات التي تدعم العملة المشتركة غير كافية أثناء الأزمة، مما يلقي الضوء على الحاجة إلى تفويض المركز بمزيد من صلاحيات السيادة القطرية.

وأول درس مستفاد من الأزمة هو أن الأداء الفعال للاتحاد الاقتصادي والنقدي يتطلب نوعا ما من آليات تقاسم مخاطر المالية العامة على مستوى منطقة اليورو لتوفير المساعدة للبلدان التي تواجه ضغوط تمويل سيادية ولمساندة العمليات الطارئة للبنك المركزي الأوروبي. ويمثل التسهيل الأوروبي للاستقرار المالي و«آلية الاستقرار الأوروبي» التي ستخلفه من عام ٢٠١٣ فصاعدا - خطوة أولى نحو خطة للتأمين المالي، خاصة بعد التعزيزات الأخيرة. ومن بين الطرق العديدة للمضي قُدما، هناك خيار تطوير آلية الاستقرار الأوروبي لتصبح هيئة أوروبية لإدارة الديون تصدر سندات مشتركة مشروطة بانتهاج سياسات وطنية حريصة.

والدرس الثاني هو أن إشراف مؤسسات منطقة اليورو على السياسات المالية والاقتصادية الكلية على المستوى الوطني يحتاج إلى التعزيز الجاد. وفي الواقع أنه يجري تدعيم الحوكمة على المستوى فوق القومي لتعزيز الانضباط في الميزانيات والمراقبة الأفضل لتراكم الاختلالات. ولكن لا يزال في الإمكان عمل المزيد، وذلك على سبيل المثال من خلال الإلزام بتصحيح ما سبق من ميل إلى الارتفاع في الإنفاق العام أو فرض مزيد من العقوبات شبه الآلية على مرتكبي المخالفات المالية.

وأخيرا، أصبحت الحاجة إلى منهج متكامل لعموم أوروبا للرقابة والتنظيم في القطاع المالي وتسوية الأزمات واضحة على نحو متزايد بعد أن كشفت الأزمة. وقد أنشئت أخيرا مؤسسات أوروبية، ستحقق التنسيق الذي تشتد الحاجة إليه بغرض الرقابة وتقييم المخاطر النظامية. ولكن سيكون من المهم بنفس الدرجة استكمال إطار الاستقرار المالي في المنطقة بإنشاء هيئة تسوية أوروبية تقدم دعما مشتركا للبنوك بغض النظر عن جنسيتها. وعندئذ فقط سيتم فصل مصير القطاعات المصرفية عن كياناتها السيادية.

ويظل إيجاد حل منهجي لمصاعب الديون السيادية في البلدان الهامشية يكتسب أهمية قصوى. وقد بدأ القادة الأوروبيون في اتخاذ قرارات صعبة للتصدي للأزمة، خاصة في قمة الاتحاد الأوروبي في يوليو ٢٠١١، ولكن يجب تحقيق تقدم سريع حتى تكون مقنعة للأسواق. ■

سيلين آلارد، نائب رئيس قسم في الإدارة الأوروبية في صندوق النقد الدولي.

